

大証金融商品取引法研究会

イギリスにおけるインサイダー取引の規制

平成 24 年 11 月 30 日（金）15:00～17:01 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 眞得 関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士
船津 浩司 同志社大学法学部准教授
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友信 東京大学大学院法学政治学研究科教授
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○森本　それでは、時間になりましたので、大証金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

　　今日は、北村先生より「イギリスにおけるインサイダー取引の規制」と題してご報告いただきます。

　　それでは、北村先生、よろしくお願いたします。

~~~~~

**【報　告】**

イギリスにおけるインサイダー取引の規制

京都大学大学院法学研究科

教　授　北　村　雅　史

I. はじめに

　　イギリスにおきまして、インサイダー取引の防止に対しては、アメリカと同じように信認義務や不正流用の考え方等でアプローチされてきましたが、現在、直接にインサイダー取引を規制するのは、刑事罰を科すルールと行政罰を課すルールです。

　　インサイダー取引を犯罪とする、つまり刑事罰を科すというルールは、ヨーロッパ諸国の中では比較的早く、1980年の会社法第5編に定められました。このルールは、1985年の会社法全面改正時に、1895年会社証券（インサイダー取引）法（Company Securities(Insider Dealing)Act）として単行法にまとめられ、その後のEUの指令（Council Directive(EEC)89/592, coordinating regulations on insider dealing）の採択に伴う改正を経まして、1993年刑事司法法（Criminal Justice Act）第5編に引き継がれ、今日に至っています。

　　しかし、刑事法として対処するという方法は、インサイダー取引を発見すること自体が困難であるのに加えて、刑事裁判における厳格な立証の水準を満たすことの困難等により、有罪となる例が非常に少なく、また訴追される例も少ないという状況にありました。そこで、イギリスでは、2000年金融サービス・市場法（Financial Services and Markets Act）において、インサイダー取引を市場阻害行為（market abuse）の一つと位置づけま

して——インサイダー取引以外の market abuse としては、market manipulation が入るわけですが——、市場阻害行為を行った者に対し、F S A (Financial Services Authority) が課徴金を科すことや原状回復を命じることなど、行政により対処するというルールを採用しました。

なお、現在、英国議会に Financial Services Bill が提出されており、そこでは、F S A を F C A (Financial Conduct Authority) に改組する——その範囲で金融サービス・市場法を改正する——規定が置かれています。

以下では、1993年刑事司法法と2000年金融サービス・市場法におけるインサイダー取引の規定を中心に、イギリスにおけるインサイダー取引規制の概要を明らかにしたいと思います。

## II. 1993刑事司法法

### 1. 規制市場における証券の取引等

刑事司法法52条1項、2項は、内部者として情報を有する個人 (individual) が、当該情報が価格に影響を及ぼす証券 (price-affected securities) の取引を行うこと、当該情報が価格に影響を及ぼす証券の取引を他人に推奨すること (encourage)、及び他人にその情報を開示することを、刑事罰の対象となるインサイダー取引とします。インサイダー取引の対象となる証券 (securities) は、刑事司法法54条に基づき同法の付表 (Schedule) 2において列挙されており、株式、公社債、ワラント、預託証券、オプション、先物契約などが含まれています。

これらの違反行為は、刑事司法法52条3項に掲げた状況において行われるような取引でないし取引の推奨等であることが前提となります。同項は、問題の取引が「規制市場 (regulated market) で行われる場合、または、取引をする者が、職業的仲介者 (professional intermediary) に依存しているか、もしくは取引者自身が職業的仲介者である場合」を意味すると定めています。

刑事司法法52条の規制は、価格に影響を及ぼす、非公開の情報を持っている者が行うすべての証券の取引を規制するものではなく、規制市場において行われる取引及びそれに類する態様で行われる証券に関する取引等を対象とします。したがって、日本法と異なり、上場株式の取引でも、市場を通さない相対取引は原則的に規制の対象外となります。規制市場の範囲は、Insider Dealing (Securities and Regulated Markets) Order (SI

1994/187) に定められています。そこでは、例えばロンドン証券取引所等のほか、ロンドン証券取引所等の規則によって設立された市場が含まれているので、同規則に基づいて設立されたA I M (Alternative Investment Market) なども規制市場になります。

刑事司法法52条3項は、規制市場で行われない取引であっても、「取引をする者が、職業的仲介者に依存しているか、もしくは取引者自身が職業的仲介者である場合」であれば、規制対象になるとします。

職業的仲介者とは、本人または代理人として証券の取得・処分を行うこと、または証券の取引を行う者のために取引の媒介をすることを主たる業務とし、そのような業務に従事することを公に表示している者を意味します(刑事司法法59条)。すなわち、職業的仲介者が自己の計算で証券の取引を行う場合(例えばマーケット・メーカーとして)または他人の委託を受けて取引する場合(ブローカーとして)であれば、規制対象になります。

もともと、規制の中心は規制市場を通じた取引であり、職業的仲介者が関与する取引を規制対象に含めているのは、規制市場における取引に限定すると、それを潜脱されるおそれがあるためであると言われています。

刑事司法法が、規制市場における取引(及びそれに類する場合)に刑事法の規制を絞ったのは、インサイダー取引規制の趣旨が、証券市場に対する信頼の確保にあることの表れであるといえます。イギリス法は、インサイダー取引を対象とする特別の私法的救済規定を設けていません。規制市場におけるインサイダー取引では、同時に非常に多くの取引がされますので、たまたま内部者と取引した者にだけ救済を与えることは適切とは思えません。前回の本研究会で、技術的には誰がインサイダーと取引したかわかるという話でしたが、それはたまたまそうだったということですから、その者だけに救済を与えることは適切とは思えないし、だからといって、同時期に取引した者すべてに私法上の救済を与えることは、内部者にとってあまりにも過酷になるということが考慮されたようです。

また、インサイダー取引の規制の趣旨が、証券市場に対する信頼の確保という一種の公益保護にあるのなら、これに刑事法で対処するのがむしろ適切であると考えられたわけです。

## 2. 内部情報

### (1) 内部情報の定義

刑事司法法56条1項は、インサイダー取引規制の対象となる内部情報について、次の

ように定義しています。

「(a)特定の (particular) 証券もしくは特定の証券発行者及び発行者達に関する情報であって、証券一般もしくは証券発行者達一般に関するものではなく、(b)特定されたもしくは正確なものであって (specific or precise) , (c)公表されておらず、かつ(d)公表されたとすれば証券の価格に重大な (significant) 影響を及ぼす可能性のあるものの。」

その上で、同条2項は、「情報が公表されたとすれば証券の価格に重大な影響を及ぼす可能性がある場合に限り、証券は(取引、推奨、伝達の禁止の対象となる)「情報が価格に影響を及ぼす証券」となる。」と定めています。

このように刑事司法法56条は、日本法と異なりまして、内部情報を個別具体的に列挙するのではなく、56条1項のaからdのように抽象的に定義するという方法をとっています。

なお、同法60条4項は、「会社である発行者に関する情報は、当該会社に関するものばかりでなく、当該会社の業績予測に影響を与え得るものも含む。」と規定します。このことから、内部情報は、会社の内部から生じる事実、例えば剰余金配当額の増加または減少を宣言することや、重要な契約関係の得喪などのほか、会社の外部から生じる事実、例えば政府が当該会社が市場を独占できた産業を自由化する方針であることなどを含むこととなります。日本の金融商品取引法166条2項が、「重要事実」を機関決定事実(同項1号)と発生事実(同項2号)に分けてそれぞれ個別具体的に限定列挙し、純然たる会社外部の事実をそれに含まないのとは、規制の仕方が異なっています。

## (2) 特定の証券・発行者等に関する情報

刑事司法法56条1項aにありますように、内部情報は、特定の証券、特定の発行者(達)に関するものでなければならず、証券一般、発行者一般に関する情報は含まれません。したがって、特定の会社や特定の産業分野に関する情報は含まれますが、経済一般に差別なく適用される情報は含まれないこととなります。政府が金利を上げる、ないしは下げるという情報は、国債の価格に影響する可能性があるため、内部情報に含まれる可能性があります(発行者(issuer)には英国政府その他の公的機関(public sector body)が含まれ(刑事司法法60条2項, 3項)、証券には国債等が含まれる)。一方、一般的な経済見通しについての政府情報は、たとえそれが公開されると証券の価格に一般的に影響

するとしても、内部情報にはなりません。

### (3) 情報の特定性, 正確性

刑事司法法56条1項bにありますように、内部情報となるためには、情報が特定のまたは正確なものでなければならないということで、単なるうわさや誤った情報は除かれます。もともと、EU指令(前掲89/592/EEC article 1)では「正確な」情報であることのみが要件とされていましたが、英国政府は、それでは情報の範囲が限定され過ぎると考え、選択的に「特定の」という文言を付け加えました。

例えば、ある会社をターゲットとする公開買付けが行われようとしているという情報は、公開買付け価格や公開買付けが発表される日が具体的にわからない場合には「正確な」情報ではないと判断される可能性があります。対象会社が特定されている以上、「特定の」情報として内部情報になり得る、と説明されています。つまり、ある程度信頼できる情報であれば、詳細まではわからなくても特定性を満たすということであり、特定性のほうが正確性よりも範囲が広いわけです。

### (4) 未公表の情報

刑事司法法56条1項cにより、内部情報であるためには、それが「公表されていない」ことが要件になります。

情報が「公表される」ということについて、刑事司法法58条2項は次のように規定します。これは限定列举でないという断りがあります(同条1項)。

- (a) 当該情報が規制市場の規則に従い、投資家及びその専門的助言者に知らせるために公表されたとき。
- (b) 当該情報が法令の定めにより公衆の縦覧に供される記録に記載されたとき。
- (c) (i) 当該情報と関連する証券もしくは(ii) 当該情報が関連する発行者にかかわる証券を取引する可能性のある者が容易に入手できるとき。
- (d) 当該情報が既に公表された情報に由来する場合。

(a)と(b)は、取引所の規則や法令により、情報が開示された場合です。ただし、「当該情報が規制市場の規則に従い、投資家及びその専門的助言者に知らせるために公表されたとき。」または「当該情報が法令の定めにより公衆の縦覧に供される記録に記載されたとき。」には直ちに公表されたものとみなして、公表された情報が市場において吸

収されるまでの期間は配慮されていません。

もともと、1985年会社証券（インサイダー取引）法の下では、内部情報を有する者は、当該情報が投資者の間に吸収されるまでは取引ができない（吸収されたときに公表されたことになる）との解釈がされていたようですが（同条10条の“not generally known to those persons”の解釈）、そうだとしますと、1993年刑事司法法はこれを緩和し、早く取引ができるようにしたことになります。このため、例えば情報がFSAが認可した情報サービス（RIS）によりリリースされれば、即座に内部者は取引（触発引き金取引＝hair trigger trade と比喻される）をすることができることになります。

日本法は、「公表」概念として「多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」（金商法166条4項）とし、その措置がとられたことになるためには、「少なくとも二の報道機関に対して公開した時から12時間」をもって「事実の周知のために必要な期間が経過した」と定める（金商法施行令30条）のとは異なっています。

それ以外のルールの緩和として、刑事司法法58条2項cは、「(i)当該情報と関連する証券もしくは(ii)当該情報が関連する発行者にかかわる証券を取引する可能性のある者が容易に入手できるとき。」には、その情報は公表されたことになり、内部情報ではなくなるものとします。問題は、「容易に入手できる」状態になったのはいつなのかということです。容易に入手できる状態になったらその瞬間に内部情報ではなくなるということですが、これは結局、ケースバイケースで判断しなければいけないだろうと説明されています。

例えば刑事司法法58条3項は、同項に列挙された場合であっても、情報が公表されたものとするのを妨げないと規定していきまして、幾つか例を挙げています。その一つとして、「(d)料金を払ってのみ伝達される時」が挙げられています。これは、料金を払った場合しか得られないことをもって情報が公表されていないとするわけではない、という意味になりますが、その料金があまりに高額であれば、「容易に」入手できる状態とは言えず、58条2項cの要件を満たさないことになるのだらうと思われま

#### (5) 価格に重大な影響を及ぼす情報

刑事司法法56条2項dにより、当該情報が公表されれば、証券の価格に重大な影響を及ぼすことが内部情報の要件となります。この要件は抽象的であり、価格に重大な影響を

及ぼすものかどうかは行為時を基準に判断されますので、このことの証明は困難であると見られています。ただ、実際にインサイダー取引が摘発されるのは情報が公表された後ですから、その情報が「公表されたとすれば証券の価格に重要な影響を及ぼす」ものかどうかは、公表に応じて証券の価格がどのように変動したかによって明らかにされるので、重大性の証明はそれほど困難ではないという見方もあります。

しかし、そのような見方をとりますと、いわば後知恵的に情報が重大であり内部情報であった、だからインサイダー取引だということになりそうですけれども、内部者は、後で述べますが、取引の時点において当該情報が当該証券に関連して価格に影響を与える情報（price-sensitive information。公表されれば証券の価格に重大な影響を及ぼす可能性がある情報を意味する（刑事司法法56条2項））であることを予想していなかった場合には、刑事司法法53条1項aなどの抗弁を主張して刑事責任を免れる可能性があります。

### 3. 内部者

刑事司法法の下で、インサイダー取引規制の対象となる内部者は、個人であり、内部情報を有する者ということになります。

#### (1) 個人

刑事司法法は、内部者取引の規制対象者を個人（individual）に限っています。人（person）という文言を用いなかったことで、法人を対象にしないことを明らかにしています。

法人を対象にしなかったのは、法人一般につき刑事制裁を科すのが適切でないからではなく、例えば投資銀行のある部門が顧客会社の証券につき価格に影響を及ぼす情報を有している場合に、同じ投資銀行の別の部門がチャイニーズウォールによって情報を知らずに当該証券を取引したとき、当該法人（投資銀行）を対象にしてしまいますと、内部情報を持っていたのに取引をしたということになってインサイダー取引になりますが、それは適切ではないだろうということです。したがって、内部情報を有して取引したかどうかは、法人の職員個人に帰せしめるのが妥当と考えられたからである、と説明されています。

インサイダー取引規制は、他人に推奨する場合もカバーしますので、会社の職員が内部情報をもとに自分が勤めている会社取引を推奨すれば、その職員個人はインサイダー取引で有罪となり得ます。

## (2) 内部者として内部情報を有している者

刑事司法法 57 条 1 項は、「内部者として情報を有している者」を以下のように定義しています。

「(a)問題の情報が内部情報であり、それが内部情報であることをその者が知っている場合で、かつ(b)その者が内部を情報源としてその情報を有しており、かつ内部を情報源としていることを知っている場合」

そして、同条 2 項は、1 項 b の「内部を情報源とする情報を有している」とは、「(a)(i)証券発行者の取締役であること、被用者であること、もしくは株主であることを通して、もしくは(ii)その者の雇用、役職、職業によって当該情報へのアクセスを有していることによって、当該情報を有している場合、または(b)その者の情報の直接または間接の情報源が、(a)に述べた者であること。」であると規定します。

刑事司法法 57 条によると、内部者は次の 3 つのカテゴリに分類できることとなります。第一と第二のカテゴリが第一次的内部者ともいふべき者であり、第三のカテゴリは、第一次的内部者からの情報受領者ということになります。

第一のカテゴリは、「証券発行者の取締役であること、被用者であること、もしくは株主であることを通して、……当該情報を有している場合」(57 条 2 項 a (i)) です。このカテゴリにある者は、インサイダー取引がされる証券の発行者との関係で取締役等の立場にあることは要件になっていません。例えば、A 会社の取締役が、職務上、A 会社が B 会社を買収する計画を有していることを知れば、当該取締役は、A 会社ばかりでなく、B 会社の証券についても内部者となります。

会社の下級の従業員 (junior employee) が、営業所内でたまたま内部情報を知ってしまった場合、その従業員の従事する部署に関係ない情報であっても、その従業員は内部者になります。一方、その従業員が、会社外で (勤務外で) その会社の内部情報を入手しても、第一のカテゴリの内部者にはなりません (第三のカテゴリではなり得る)。つまり取締役や従業員であることと情報を入手したということの間には、何らかの関係がなければならぬわけです。

株主も、その地位を通して内部情報を得れば内部者となります。日本法と違って、少数株主要件などは定められていませんが (日本金商法 166 条 1 項 2 号対象)、実際には大株主がその地位を利用して内部情報にアクセスした場合がこれに該当すると言われてい

刑事司法法は、内部情報を知るに至るプロセスに着目して内部者を定義しており、その地位そのものには着目してはしません。このため、このカテゴリにある地位を通して内部情報を取得すれば、その後その地位を退任・退職しても、情報が公表されるまでは、内部者として取引等が禁止されます。日本法では、知るに至るプロセスも含めて定義していますが、一応地位に着目していますので、会社関係者でなくなった後1年経過した者はインサイダー取引の主体としての会社関係者にならないものとしているのとは少し異なっていることとなります。

第二のカテゴリは、「その者の雇用、役職、職業によって当該情報へのアクセスを有していることによって、当該情報を有している場合」です（57条2項a(ii)）。例えば、発行者の専門的アドバイザーである者（投資銀行やソリシタとしてアドバイスする者など）もしくはその被用者、規制機関の役人等が監督権限を行使して内部情報を得た場合、あるいはジャーナリストが記事にするために発行者を調査する過程で内部情報を得た場合などが含まれます。また、印刷会社が計画中の公開買付けに関する文書の印刷を請け負った場合に、印刷会社の従業員がその情報を得て取引をして有罪になったということが報告されています。

第三のカテゴリは、内部者からの情報受領者で、刑事司法法57条2項(b)の「その者の情報の直接または間接の情報源が、(a)に述べた者」であるもののことです。内部情報を知っている影の取締役（shadow director。2006年会社法251条参照）は、第一、第二カテゴリに含まれない場合は、第三カテゴリに含まれることが多いと考えられます。

ここで言う第三のカテゴリは、米国法でいう「tippee」とは必ずしも同じではなく、日本の金商法166条3項の「会社関係者から……重要事実の伝達を受けた者」よりも広い概念になります。内部者が、意識的に情報を伝達した相手方である必要はなく、内部者が誰かに情報が伝わったことを知らなくてもかまいません。情報受領者は、自ら情報を得ようとした必要はなく、偶然に知ってしまった場合も第三カテゴリに含まれ得ます。例えば、投資銀行の従業員が、社内である会社の公開買付けに関与していた同僚の会話を単に立ち聞きしたという場合であっても、その従業員は第三のカテゴリに含まれるという説明が参考文献には載っていましたが。しかし、これは第一のカテゴリにも含まれそうな気がしますし、会社外で立ち聞きした場合であっても第三のカテゴリには含まれることになるのだらうと思います。

### (3) 内部情報であることについて悪意である者

第三のカテゴリを含めると、内部者の範囲はいくらでも広がりそうですが、これに関しては、「悪意である者」ということが要件になります。

刑事司法法57条1項によりますと、内部者であるためには、問題の情報が内部情報であることをその者が知っており、かつその情報が内部を情報源としていることをも知っている必要があります。これは、刑事法上有罪とされるための主観的要件 (mens rea) を定めたものです。

そうすると、内部情報であることを「知っている」者であることは、(2)で述べた第三のカテゴリについて、とりわけ間接的に情報を受領した者(第二、第三の tippee など)については、証明が非常に困難であると思われます。

## 4. 規制対象行為

規制対象行為は、刑事司法法52条1項、2項に定められています。

刑事司法法52条の規制対象行為には3つの類型があります。日本の現行の金商法では下記の(2)(3)に述べる者は規制対象にはなっていません。なお、刑事司法法63条2項は、刑事司法法のインサイダー取引禁止規定の違反に「よっては、どのような契約も無効にならず、執行不能にならない。」と規定して、私法上の効力には影響しないことになっています。

### (1) 取引行為

第一は、刑事司法法52条1項の取引 (dealing) が規制されます。

「取引」の定義は同法55条に定められています。それによりますと、「取引」とは、基本的には、内部者が証券を取得し、もしくは処分することです(同条1項(a))。

内部者が本人として取引する場合ばかりでなく、他人の代理人として(取引の利益は他人が取得)する場合でも、規制対象である取引をしたこととなります(同条1項(a))。取引をすることが規制対象ですから、内部情報を得て取引するのを差し控えた場合は規制対象になりません。

証券を取得する行為には、既発行証券の取得のほか、「証券を取得することを合意すること」や「証券を創出する契約を締結すること」を含み(55条1項(b))、証券を処分する行為には、既発行証券の処分のほか、「証券を処分することを合意すること」及び

「証券を創出する契約を終了させること」が含まれます（同条2項，3項）。「創出する契約」に言及されているのはオプションや差金決済取引（contract for difference）をカバーするためであると説明されています。取得や処分の合意がされ，履行が後に行われる場合，内部者であることは合意のときを基準にしますので，合意と履行の間に内部情報を得た者は，内部者として取引したことにはなりません。

なお，刑事司法法52条の違反行為になるためには，取引が内部情報に基づいて行われることを要しません。内部情報に基づいていないことは，後で述べますが，被告人とされた側が同法53条の抗弁事由として主張することになります。

刑事司法法55条によりますと，内部者が直接または間接に，他の者によって証券の取得または処分を引き起こす（procure）ことも「取引」に含まれることとなります（同条1項(b)）。証券の取得または処分を引き起こすことになるのは，内部者の代理人，指名人（nominee），またはその者の裁量に基づいて行動する者（これらは限定列举ではない。同条5項）によって，証券の取得・処分がされる場合です（同条4項）。この場合，当該「他の者」が内部情報を有していなくても，「引き起こす者」が内部情報を有していれば，規制対象になるということです。

## （2）推奨行為

次に，他人に，当該情報によって価格に影響を及ぼす証券の取引を行うことを推奨することが規制対象となります（刑事司法法52条2項(a)）。内部情報を伝達せずに推奨するだけでこれに該当します。この場合，推奨者が，取引が規制市場または職業的仲介者を通して行われることを知り，または合理的な根拠に基づいて信じていることが必要です。実際に当該他人が取引をしたことは要件ではありません。当該他人が，自己が証券の取引を推奨されたことを認識していたかどうかも問わないとされています。また，ここでも，内部情報に基づいて推奨することは要件になっていません。

## （3）情報伝達行為

第三の規制対象行為は，「その者（内部者）の雇用，役職もしくは専門的職務に基づく任務を適切に履行するのではない場合に，他人に内部情報を開示すること」です（刑事司法法52条2項(b)）。この場合でも，内部情報を開示された他人が取引を行うことは要件ではありません。「雇用，役職もしくは専門的職務に基づく任務を適切に履行する」

場合には、内部情報の開示が違反行為にはならないわけですが、これはどういう場合かという、一般論としては、開示とその者の職務の遂行とが密接に関連しており、かつ開示が任務を履行するのに厳密に必要である場合に、この例外に含まれる、という説明がされています。

後述の金融サービス・市場法でも同じようなルールがありますが、そちらはF S Aが様々なガイドラインを定めています。

## 5. 抗弁事由

違法行為の類型は、4に述べたように、ある程度形式的に定められており、例えば、内部情報に基づいて取引等を行ったことは要件になっていません。これに対し、規制対象行為を行ったとされた被告人は、一定の抗弁を主張、立証することにより、刑事責任を免れることとなります。

被告人とされた者が主張できる抗弁は、一般抗弁と特別の抗弁に大別されます。

### (1) 一般抗弁

この抗弁のうち最も重要なものは、取引行為と推奨行為について、たとえその者が当該内部情報を有していなくても、その者は、当該規制対象行為をしていたであろう、という抗弁です(刑事司法法53条1項(c), 2項(c))。すなわち、問題となる行為が内部情報に基づいて行われたのではない、という抗弁と言い換えることもできます。受託者が独立の助言者の助言に基づいて取引した場合、ブローカーが誰かの指示に従って取引した場合、事前に設定された契約や計画に基づいて機械的に取引が行われた場合などがこれに含まれると考えられています。

第二の抗弁は、問題となる行為の時点で、当該情報が当該証券に関連して価格に影響を与える情報であるという事実を帰せしめるべき利益をその取引がもたらすと予想していなかったということです(同法53条1項(a), 2項(a), 3項(b))。これは、取引行為、推奨行為及び情報伝達行為のすべてに共通する抗弁です。

しかしながら、この抗弁については、起訴した側は既に当該情報が内部情報であること及び被告人が内部者であることを証明しているのに、なおこのような抗弁が成り立つことには疑問が呈されています。内部情報は、公表されたとすれば証券の価格に重大な影響を及ぼす可能性がある情報であり、内部者は、その情報が内部情報であることを知っている

者であるからです。ここまで証明されて、なお抗弁が成り立つというのはどういう場合かというのはよくわからないところです。

第三は、取引行為または推奨行為の時点で、刑事司法法58条の情報の「公表」には至っていないけれども、取引に関与する者が情報を有していないことによって損害を被らないと言える程度に情報が広まっていたと信じる合理的な理由がある場合です（同法53条1項(b), 2項(b)）。解説書を見ますと、例えば証券の引受け（underwriting）に関与する者たちは、彼らの間で共有されている引受けのための提案に係る（一般には公表されていない）情報に基づいて取引をすることがあっても（職業的仲介者同士またはそれを通して相対で取引がされる場合を想定するのであろう）、有罪にならないようにするための抗弁である、と説明されています。これはもしかすると、日本の金商法166条6項7号に類する抗弁とも言い得るかもしれません。

情報伝達行為については、開示の際に何者かが規制市場で取引をすることを予想していなかったことが抗弁になっています（同法53条3項(a)）。しかしながら、前述のように、情報伝達行為が有罪となるためには、開示により他人が取引を行うことは要件になっていませんから、この抗弁は奇妙であるというコメントが解説書には述べられていました。

## （2）特別の抗弁

刑事司法法53条4項に基づき、同法の付表（Schedule1）において、「マーケットメーカーまたはその被用者が、マーケットメーカーとしての業務の過程において、誠実に行う取引行為または推奨行為」など一定の抗弁が列挙されています。

また、刑事司法法63条1項は、禁止行為に関する「52条は、金融政策、または為替レートにかかわるもしくは公的債務もしくは外貨準備の管理に関する政策の遂行において公的機関のために行動する者によって行われたものである場合には、適用しない。」と定めています。これは、特別の抗弁事由に含めて解説されていますが、むしろ抗弁ではなくて、規制の適用除外という位置づけになるのではないかと思います。

## 6. 刑罰

刑事司法法第5編の規定により有罪とされた者の刑罰は次のようになります（同法61条）。

陪審によらない略式手続による有罪決定（summary conviction）の場合は、制定法の上

限 (Magistrates' Courts Act 32条9項によると5,000ポンド) を超えない罰金または6カ月を超えない自由刑に処され、またはそれらを併科されます。

正式起訴手続による有罪決定 (conviction on indictment) の場合は、制限のない罰金もしくは7年を超えない自由刑に処され、またはそれらを併科されることとなります。

正式起訴手続による自由刑は、当初2年でしたが、1988年の改正により、同年9月以降に行われた違反行為については、7年に厳罰化されました。

### III. 2000年金融サービス・市場法

#### 1. 経緯

2000年金融・サービス市場法の主眼は、インサイダー取引と市場操作を含む概念である市場阻害行為を規制することです。同法の制定により、インサイダー取引の規制は刑事法からFSAの手になる行政規制に大きくシフトしたとされています。

インサイダー取引については、金融サービス・市場法第8編を中心として規定されていますが、同法第25編の諸規定(380条~386条)も追加的な制裁を定めています。

従前は、インサイダー取引には刑事罰で対処するというルールで規制してきたわけですが、刑事法による規制は十分に機能してきませんでした。2007年から2008年の世界金融危機の後になってようやくFSAは多くの事例を告発するに至りましたが、それでも、2010年から11年にかけて、わずか5件がインサイダー取引で有罪とされただけです。刑事司法法で有罪にするためには、故意 (mens rea) の証明と高度の証拠が必要であることがネックになっているということです。

#### 2. 市場阻害行為としてのインサイダー取引

金融サービス・市場法118条の2項から8項まで、7つの種類の行為が市場阻害行為として列挙されています。そのうちインサイダー取引に関するものは、2項から4項に規定されている3つということになります。

市場阻害行為に関する規定については、FSAが解釈指針を示す規程 (code) を制定することになっています (金融サービス・市場法119条)。これに基づき、FSAは、handbookの中でMarket Conductに関する規程 (MAR) を作成しています。

市場阻害行為は、所定の市場における適格投資物件 (qualifying investment) に関して行われます (金融サービス・市場法118条1項)。適格投資物件は、Financial Ser-

vices and Markets Act 2000 (Prescribed Markets and Qualifying Investments Order, SI 2001/996) 5条に定義されていますが、EU指令(2003/6/EC Article1(3))を引用し、譲渡可能な証券(transferable securities)や集団投資スキームのユニットなどのほか、その他の規制市場で取引できるすべての証券を含むものとされています。

金融サービス・市場法118条で定められた市場阻害行為の第一の類型は、「問題となる投資物件に関する内部情報に基づいて、内部者が、適格投資物件もしくは関連投資物件(related investment)の取引をしまたは取引をしようとする場合」であり(同条2項)、第二の類型は、「内部者が、その者の雇用、専門的職務または義務の適切な履行の過程によらないで、他人に内部情報を開示する場合」です(同条3項)。

3つあると言いましたが、第三の類型はこの2つとは少し性質が違いますので、後で述べます。この第一、第二の類型は、いずれも内部者による内部情報に関連した行為が対象になります。そこで、内部者及び内部情報とはどういうものかを見ていきます。

### 3. 内部者

内部者の定義は、金融サービス・市場法118B条に定められています。それによりますと、内部者とは、以下に掲げる態様により入手した内部情報を有する者(person。したがって、個人には限られない)をいいます。

- (a) 適格投資物件の発行者の管理(administrative)、経営(management)、もしくは監督(supervisory)をする機関の構成員であることの結果、入手したもの
- (b) 適格投資物件の発行者の資本を有している結果、入手したもの
- (c) その者の雇用、専門的職務もしくは義務の履行を通じて、その情報にアクセスした結果、入手したもの
- (d) 犯罪行為により入手したもの
- (e) その他の手段により入手したもので、当該行為者が、それが内部情報であることを知っているもしくは知っていることとみなすのが合理的であるもの

このうち(a)~(c)は、発行者の取締役や株主であることの結果、またはその者の雇用、専門的職務もしくは義務の履行を通じて、その情報にアクセスした結果、内部情報を取得したものであるということになりますから、刑事司法法57条2項a(第一次的内部者)とほぼ同じことになります。(d)の犯罪の結果入手した者は、刑事司法法にはない定義でありまして、例えば建造物不法侵入して内部情報を盗んできたものなどが含まれるということ

す。

(e)の「その他の手段により入手したもので、当該行為者が、それが内部情報であることを知っているもしくは知っているともみなすのが合理的であるもの」は、刑事司法法57条2項bの情報受領者よりも内部者の範囲をかなり拡大しているように見えます。この定義は、「内部情報を入手している者を内部者とする」というのにかかなり近いように思えます。ただし、内部者であるためには、当該情報が内部情報であることを知りまたは知っているともみなすのが合理的であることが必要です。

内部者について、金融サービス・市場法のアプローチが刑事司法法のアプローチと大きく異なる点は、金融サービス・市場法では、*mens rea*の主観的要件がないことです。すなわち、金融サービス・市場法の下では、刑事司法法57条1項と異なり、その者が内部情報であることを知っていることは、内部者であること、あるいは違反行為の要件ではありません（ただし、(e)の場合は、少し異なります）。内部情報であることには気がつかなかったけれども、その情報に基づいて取引をすることが要件になっているわけです。

ただし、金融サービス・市場法123条2項の下で、FSAは、行為者が、合理的な根拠のもとに、インサイダー取引に該当しないと信じているとき、またはインサイダー取引に該当しないよう、すべての十分な予防措置を講じ、すべての注意を尽くしたと判断するときは、課徴金を課さないものとされています。

#### 4. 内部情報

内部情報の定義は、金融サービス・市場法118C条に定められています。同条2項によりますと、内部情報とは、(a)一般に入手できないもので、(b)一人または複数の発行者や適格投資物件に関連し、かつ、(c)一般に入手可能であれば、適格投資物件の価格または関連投資物件の価格に重大な（significant）影響を及ぼす可能性があるような、正確な（precise）情報をいう、と定義されています。

まず、(a)について、市場のユーザーによる、または市場のユーザーにかわって行われる調査または分析によって得られる情報は、一般に利用可能なものとみなすことができるものとされます（同条8項）。また、FSA handbook (MAR 1.2.12)によりますと、一般に利用可能な情報かどうかは、市場の規則に従って情報が公表されているかどうか、情報が公衆縦覧に供される記録に掲載されているかどうか、情報がインターネットや出版物に掲載されているか（閲覧が有料である場合も含む）、などを総合考慮して判断されま

す。ということは、情報が公表されれば直ちに内部情報ではないとする趣旨ではどうもないようです。

(c)に関して、情報は、合理的な投資者ならばその投資決定の根拠の一部としてそれを利用する可能性がある種類の情報である限り、価格に重大な影響を及ぼす可能性があるものとされています(同条6項)。

「正確」な情報の意味も、抽象的には定義されています。「情報が、存在するもしくは存在するようになると合理的に期待してもよい状況(circumstances)、または生じているもしくは生じ得ると合理的に期待してよい出来事(event)を示している場合で、かつ、それらの状況または出来事が適格投資物件または関連投資物件に及ぼし得る影響に関してある結論を引き出すことができるだけ十分に情報が特定(specific)されている場合には、その情報は正確である」こととなります(金融サービス・市場法118C条5項)。

(b)によると、刑事司法法56条と異なり、内部情報は、特定の証券や特定の発行者に関連するものでなくてもよいこととなりますので、金融サービス・市場法では、証券市場一般に重大な影響を及ぼし得る情報も内部情報になり得るということになります。

## 5. 規制対象行為

### (1) 取引行為

金融サービス・市場法118条2項は、「問題となる投資物件に関する内部情報に基づいて、内部者が、適格投資物件もしくは関連投資物件(related investment)の取引をしようとする場合」を市場阻害行為の第一の類型とします。

これは刑事司法法52条1項に相当するものですが、金融サービス・市場法118条2項は、行為者が内部情報に基づいて取引をした場合に課されるのに対し、刑事司法法52条1項では、内部情報を有している内部者が取引を行うことが禁止されているということで、微妙に違うこととなります。もっとも、刑事司法法では、「たとえその者が内部情報を有していなくとも、その者が現に行ったように取引をしたこと」が抗弁事由となっていますから(同法53条1項c)、両者の違いはそれほど大きなものではないかもしれません。いずれにしても、内部情報を利用したかどうかを問題にしない日本金商法166条とは異なった規制の仕方になっています。

取引行為の規制(次に述べる情報伝達行為の規制も同じ)は、適格投資物件ばかりでなく関連投資物件にも適用されます。関連投資物件とは、適格投資物件の価格にその価格が

依存する投資物件をいいます（金融サービス・市場法130条3項）。その結果、発行者の証券を基礎とする差金決済取引等のデリバティブの取引も規制対象となります。

金融サービス・市場法上の「取引」は、市場での取引に限定されていませんから、適格投資物件または関連投資物件の取引であれば、相対取引でも規制に含まれると考えられます。

## （2）情報伝達行為，推奨行為

金融サービス・市場法118条3項は、「内部者が，その者の雇用，専門的職務または義務の適切な履行の過程によらないで，他人に内部情報を開示する場合」を規制対象とします。これは，刑事司法法52条2項(b)と同様です。

この場合，開示が「雇用，専門的職務または義務の適切な履行の過程」によるものに該当するか否かについては，FSA handbookによりますと，開示が規制市場等やTakeover Codeの規則に従って行われたか，開示が守秘義務を課した上で雇用・職務等の適切な機能を果たすために行われたか，あるいは開示が取引や公開買付けのアドバイス等を得るために行われたものか，などの事情を勘案して判断されることになっています（MAR1.4.5）。

金融サービス・市場法118条は，刑事司法法52条2項(a)と異なり，取引の推奨を市場阻害行為に含んでいないように見えます。もっとも，金融サービス・市場法123条1項が，「FSAは，ある者（A）が，……Aが関与した場合には市場阻害行為につながったであろう行為を，他の者または他の者達に，強要（require）または推奨(encourage)する行動をとった場合，または必要な行動をとらなかった場合には，適当と認める課徴金を課することができる。」と定めているため，金融サービス・市場法の下においても，推奨行為は規制対象になります。

## （3）一般に利用できない重要情報に基づく行動（behaviour）

金融サービス・市場法118条4項は，市場阻害行為の第三類型として，次のように規定しています。

- (a)市場を利用する者には一般に利用可能ではないが，通常の市場の利用者（regular user of the market）に利用可能であったならば，適格投資物件の取引に影響を与えるべき条件を決定するときに，その者が関連する（relevant）とみなすか，

またはみなす可能性がある情報に基づいた行動で、かつ  
(b) 市場に関わる立場にある者に合理的に期待される行為基準を当該行為者が遵守していないと、通常の市場の利用者がみなしている可能性があるもの。

「通常の市場の利用者」とは、問題となる種類の投資物件を当該市場で通常取引する合理的な人 (reasonable person) をいいます (金融サービス・市場法 130A 条 3 項)。

この第三の類型の市場阻害行為は、3つの点で、インサイダー取引規制の範囲をかなり広げ得るものと言われています。

第一に、この規定では、情報について、特定性 (specific) や正確性 (precise) が要件とはなっておらず、市場の利用者が取引の根拠とすることが違法であるとする情報 (金融サービス・市場法 118 条 4 項 (b)) であればよいとされています。また、「関連する (relevant) ……情報」は、情報提供者が情報源にどれだけ近いかな等を含む情報の信頼性の程度、情報の新しさ、将来の見通しに関するものであれば、それが実現する根拠の確からしさ等を総合的に勘案して判断される (MAR 1.5.6) のものとされ、金融サービス・市場法 118 C 条の内部情報の要件である「価格に重大な (significant) 影響を及ぼす情報」よりも緩やかなものと考えられます。それゆえ、ここにいう情報は、刑事司法や金融サービス・市場法上の内部情報の定義に入らないものまで含み得ることになります。

F S A handbook (MAR 1.5.10) は、この第三の類型の市場阻害行為になり得るものとして、次の例を挙げています。「B社の従業員Xは、B社とある顧客との契約交渉を知っていた。当該顧客との取引は、B社の年間総取引高の10%以上を生み出していた。その従業員は、当該顧客が他の地で事業を行うような兆候があること、そして、現在行われている交渉はそれほど順調に進んでいないことを知っていた。従業員は、当該顧客が他で事業をするであろうとの彼自身の判断に基づき、彼が有しているB社の株式を売却した。」

この場合、Bが判断の基礎とした情報は正確なものとは言えず、また価格に「重大な」影響を及ぼす情報とまでは言えない可能性があるため、金融サービス・市場法 118 C 条の内部情報にはならないかもしれませんが、第三の類型の市場阻害行為にはなり得るといふことのようにです。

第二に、第三の類型の市場阻害行為は、「行動 (behaviour)」を対象にしています。ここでいう行動は、適格投資物件の取引や情報伝達に限らず、金融サービス・市場法 11

8条4項でいう情報に基づくその他の取引・行動を含むとされています（MAR 1.5.2, 1.5.3）。また、「行動」には不作為も含まれますので、内部情報に基づき「取引をしない」という判断をしたことも、規制対象になり得ることになります。

F S Aは、これについても次のような例を挙げています（MAR 1.5.10）。「B社の取締役であるXは、友人のYと昼食をとった。そのとき、XはYに、B社が公開買付けのオファーを受けていることを告げた。Yは、B社への公開買付けが数日のうちに開始されると判断し、ブックメーカーの「1週間以内にB社に対する公開買付けが行われる」という方に賭けた。」

賭けをすることは証券の取引ではないのですが、118条でカバーされる「行動」に含まれ得るとF S Aは述べているということです。

第三に、第三類型の市場阻害行為の主体も限定されていません。つまり、内部者に限られないので、ここでいう情報を持っている者が内部者でなくても、規制が及ぶことになります。

## 6. 制裁

### (1) 課徴金

F S Aは、ある者（A）が、(a)市場阻害行為に従事しているか、もしくは従事したと判断した場合、または(b) Aが関与した場合には市場阻害行為につながったであろう行為を、他の者または他の者達に、強要（require）または推奨（encourage）する行動をとった場合、もしくは必要な行動をとらなかった場合には、適当と認める課徴金を課すことができるとしています（金融サービス・市場法123条1項）。

課徴金の額に制限は置かれていませんが、F S Aは、課徴金について決定するための要因についてのポリシーステートメントを作成しなければならないものとされ（金融サービス・市場法124条）、このポリシーは、F S A handbook の Decision Procedure and Penalties Manual（DE P P）に記載されています。

課徴金の決定について基本となるのは、利益の吐き出し（disgorgement）、懲戒（discipline）及び違反行為の抑止（deterrence）であり（DE P P 6.5.2）、このあたりを総合的に判断し、金額は、違反行為により得た利益の額や事件の重大性、調査への協力の程度等を勘案して決定するとされています（DE P P 6.5.3～6.5C.5）。F S Aが適切と考える課徴金のレベルは、金融危機の影響の下、2010年3月からかなり強

化されてきているようです。

手続的には、まず課徴金はこれぐらいにしますという警告通知 (warning notice) を交付し (金融サービス・市場法 126 条) , 警告通知を受けた者は、抗弁を申し立てる機会を与えられます。前述のように、インサイダー取引に該当しないと信じていることや、市場阻害行為に該当しないと信じていること、あるいは市場阻害行為にならないようにすべての十分な予防措置を講じ、またはすべての注意を尽くしたと F S A が判断する場合は、課徴金を課してはならない (同法 123 条 2 項) となっていますが、これは、抗弁を申し立てる機会を与えられた相手方がこのような主張をし、それに理由があるかどうかを F S A が判断するということのようなようです。それでも課徴金を課すとなった場合は、F S A は決定通知 (decision notice) を発行しなければならず (同法 127 条) , これを受けた者が不服であれば、審判所 (Tribunal) への申立てができることになっています。

なお、課徴金を課すことができる場合であっても、F S A は、課徴金を課すかわりに、当該行為者が市場阻害行為に従事した旨のステートメントを公表することができます (同法 123 条 3 項) 。課徴金を課すか市場阻害行為をした旨の公表 (public censure) にするかの考慮要因 (公表によって抑止的な効果が得られるか、得た利益の額、事件の重大性等) については、DE P P 6. 4 に定められています。

金融サービス・市場法 8 編に基づき課徴金が課されることは、どのような取引も無効または執行不能にするものではない (金融サービス・市場法 131 条) という定めが設けられています。

## (2) 差止め、原状回復等

F S A は、ある者がインサイダー取引を含む市場阻害行為をするおそれがあるときは、裁判所に対し、市場阻害行為の差止めを申請することができます。裁判所は、F S A の申請に基づき、その者が市場阻害行為に関与するであろう合理的可能性 (reasonable likelihood) がある、またはその者が市場阻害行為にかつて関与したことがあって、それが継続もしくは反復される合理的可能性があるかと判断した場合は、その市場阻害行為を差し止める命令を発することができます (金融サービス・市場法 381 条) 。

また、F S A は、インサイダー取引等が行われた場合、裁判所に対し、原状回復命令 (restitution order) を申請することもできます。この申請を受けた裁判所は、当該行為により行為者が利益を得たか、または何者かが損害を被ったと判断したときは、行為者

に対して、当該利益の額や損害の額を考慮して正当と認める金額を、F S Aに支払うように命じることができます（金融サービス・市場法382条、383条）。F S Aは、この命令によって支払われた金額を、裁判所が指示した被害者等に分配しなければなりません（同法383条5項）。

なお、F S Aは、上述の申請をする際に、対象となる当事者に課徴金を課すべきかどうかを検討することを裁判所に要請することもでき、裁判所は、直接行為者に対してF S Aに課徴金を支払えという命令を出せることになっています（金融サービス・市場法129条）。

また、イギリスには会社取締役資格剥奪法（Company Directors Disqualification Act 1986）というのがありますが、インサイダー取引を行った者が、これに基づき、実際に資格を剥奪された例があります。

#### IV. インサイダー取引規制のエンフォースメントにおけるF S Aの役割

F S Aは、インサイダー取引規制についてのエンフォースメントの中心的役割を担っています。

まず、F S Aは、刑事司法法5編の違法行為について、訴訟手続を起す（institute proceeding）ことができると定められています（金融サービス・市場法402条）。F S Aが刑事司法法違反について実際に訴訟手続を起す例は少なかったのですが、最近少し増えつつありまして、2010年から2011年にかけて、13人の被疑者がインサイダー取引をしたとして裁判を待っているということです（Gower & Davies, Principles of Modern Company Law 9<sup>th</sup> ed. p.1170 (2012)）。

また、F S Aは、金融サービス・市場法上の市場阻害行為の規制に精力的に取り組んでいまして、2010年から2011年にかけて、15件の課徴金（合計800万ポンド以上）が課されまして、9名の個人が金融サービスの分野で仕事することを禁止され、5件の市場阻害行為が審判所に係属しています（Gower & Davies, Principles of Modern Company Law 9<sup>th</sup> ed. p.1168）。

それ以外に、F S Aは、刑事司法法の下での違反や市場阻害行為が行われていると疑われる場合、調査役（investigator）を選任することができます（金融サービス・市場法168条）。

F S Aは、F S Aの制定法上の権限の行使に必要であれば、調査役を選任せずに、認可

業者とその関係者（connected persons）に対して、特定の情報や文書の作成・提出を命じることもできます（金融サービス・市場法165条，166条）。実際に今日では、インサイダー取引規制のエンフォースメントの実行性は、インサイダー取引の発見のためのFSAの洗練された電子システムに依存するところが大きく、そのシステムは、FSAのスタッフによって常にフォローされているということです。

以上で報告を終わらせていただきます。いろいろご教示いただければ幸いです。

~~~~~

【討 論】

○森本 ありがとうございます。イギリスのインサイダー取引に係る刑事罰と行政罰のルールについてご報告いただきました。できればレジュメの順序に従ってご質問、ご意見をいただければと思います。よろしくお願いいたします。

1 刑事罰と課徴金の関係

○岸田 まず確認させていただきたいのは、刑事司法手続きでは、刑事罰を科すということはなかなか厳格な手続で科しにくかったのが、金融サービス・市場法の行政罰のほうができたというふうに伺ったわけです。日本でも、金商法の166条とか167条は、200条で刑事罰があるから、故意がないと罰せられませんが、平成16年の課徴金制度によって、課徴金は故意がなくても罰せられるということによく使われています。その点はよく似ていると思いますが、そこでお聞きしたいのは、日本だと課徴金を課せば刑事罰にはしないということになっています。例えば、インサイダー取引によって100万円以上の利益があったら、それは刑事罰だ、そうでなければ課徴金だと、そういう明確な規定はありませんが、そういう基準で両方は課さないことになっています。しかし、先ほどおっしゃった、イギリスでは課徴金を課しながら、かつ刑事罰もできるという、この2つの関係がよくわからなかったのもう一度そこを教えていただきたいと思えます。

○北村 刑事罰を科せば課徴金その他の金融サービス・市場法上の制裁を課さないというように明確な線引きがされているかどうかは、よくわかりません。実際の事件では、

F S Aが調査の上、これは刑事罰で行くか、あるいはそこまでは証明できないので課徴金その他の制裁でいくかを判断しているということだと思いますが、両方を課すことができないというルールがあるのかはよくわからないところです。

○岸田 二重に課せられる、例えば課徴金だと、罰金とか没収で課せられても、その分は差し引くという規定がありますが（例えば金商法 185 条の 7, 185 条の 8）、おっしゃっているのは、刑事罰も行政罰も関係なしにということか、別の規定だからあんまりそういうことは考慮しないということなのかどうか。法律的にはそれらを調整する規定はないということですね。

○北村 実際の運用はともかく、調整等の根拠規定はないのだと思います。

○岸田 ありがとうございました。

2 インサイダー取引規制が刑事司法法に定められた経緯

○近藤 インサイダー取引を規制するルールが最初は会社法に定められたということに非常に興味を持ったのですが、しかし、それはそのまま刑事司法法に移ったというふうに述べられておられますから、結局イギリスでは、インサイダー取引について私法的な発想ではあまり考えていないということかと思いました。最初は私法的な発想があったのだけれども、刑事規制及び行政規制にほとんど特化してしまったというふうに理解してよろしいでしょうか。

○北村 イギリスでも、例えば取締役がインサイダー取引をした場合は、会社に対する信認義務違反になるというような私法上の議論がされていたのですが、結局それにより誰にどのような損害が発生したかといったことが証明できず、実効的な対処ができないということもあって、刑事罰で対処することにしました。その刑事規定を 1980 年会社法に含めたわけですが、そのあとに 1985 年会社法ができました。1985 年会社法は、今まで継ぎ接ぎ的に制定されてきた会社法をまとめて包括的な会社法にしたのですがそのときに、インサイダー取引の刑事罰に関する規定が私法規定を中心とする会社法にまとまって入るのは変なので、それを単行法にしたのだらうと推測します。

3 行政罰としての「公表」

○龍田 刑事罰を科す規定が限定列举 (exhaustive) ではないところが日本と大分違うように思います。

それから、market abuse に当たる場合、制裁を科さなければいけないかという、そうでもなくて、制裁を科すかわりに公表することでもよいようですね。しかし、公表はそれ自体が一つの制裁ではないかと考えられます。また、場合によっては公表のほうがかたいこともあり得るだろうと思われませんが、公表というのはどのように捉えられているのでしょうか。

○北村 まず、限定列举ではないということ、つまり構成要件を日本のようにきっちり定めないということについてですが、イギリスで刑事罰を科しにくいのは、限定列举ではないからではなくて、主観的要件の証明がネックだと言われています。

次に公表についてですけれども、どうもイギリスでは、紳士の国だからかもしれませんが、かなり見せしめ的に、このような悪いことをしたということが公表することが、伝統的な制裁とされています。シティのメンバーとしてそのような公表をされることはかなり効くと考えられているようで、インサイダー取引以外の分野でもこのような制裁がみられるようです。

○龍田 ジェントルマンの国ですからね (笑)。日本は罪刑法定主義を極端に重視するものですから、可罰行為を限定列举したうえ、構成要件を異常なほど詳細に定めているのですね。

4 イギリスと比較した日本のインサイダー取引規制のあり方

○河本 根本的に考えなければならぬのは、日本の法律だけなんです、こんなに極端に形式的に、構成要件を定めているのは。今後もこのままでいくのかという問題が比較法的にあると思うのです。

ただ、これは、いままで、この研究会で何回か言いましたように、最初できた案は、欧米並みのものでした。ここに持ってきているので、コピーして皆さんにあげてください。

つまり、普通に考えたら、大抵イギリス式のこういう法律になるはず。アメリカの10b-5ももともとあるのだから、今のような法律になるはずがないわけです。だから、最初につくったときは、まさに需要事実にしても投資判断に重要な影響を与える

ものというぐらいしか書いてなかったのです。

ところが、それでいこうということで、大蔵省は、法務省の刑事局の了解もあって、いよいよ法律にしようと思ったところへ、検察の首脳から、こんなもので人を捕まえられると思っておるのか。何が重要事実かわからないじゃないかと。ということは、処罰される人間から見て、自分のやることが犯罪になるのか、ならないのかわからない、そんなもので刑罰を科せられるかと。さらに利益を得る目的や損を避ける目的が構成要件にはいていたのですね。こんなものを入れたら、捕まえるほうから見たら大抵抜けてしまう、作り直せと言われて、それでえらいことになったというのでつくったのがいまの法律ですね。だから、外国と比べて非常に特殊な状況のもとで、どこにもないような法律ができたわけです。

今、日本のインサイダー取引規制法ではどこが都合が悪いのか。イギリスの場合、あんまり使われてないんだね。ただ、告発されたのは多いというのですね。ところが、有罪になったのはたった5件しかなかったと。それも2年間の話です。これが多いか少ないかわかりませんが。

日本の検察は有罪になるものしか立件しない、イギリスでは一般的に有罪率が低いのではありませんか。その差がここにも出ているのかもしれませんが、とにかく今の日本の制度で比較して研究してみて、そこのところの理解は一体どうなりますか。北村さんは、イギリスのものと比較してみて、あるいは次にドイツの話が出てくると思うけれども、一体日本だけが特異でまずいというふうに思われますか。

○北村 この問題は、アメリカ、イギリス、ドイツに関する報告の後で検討すべきテーマではないかと思えますけれども、ここで日本とイギリスのどちらが適切かということは、一概には判断できないと思えます。ただ、F S Aも日本の検察当局もあるいはそうかもしれませんが、どうもインサイダー取引は、近年まで立件できる自信がないと、そもそも起訴も何もしないということで臨んできたと考えられます。ただ、F S Aは、近年、インサイダー取引の疑いのある事件は無罪になることを恐れずに告発する方針を打ち出し、刑事告発はそれ以来増加しているようですので、当局の心がけ次第で刑事規制の実効性はかなり影響されるものではないかと思えます。

○河本 私は今まで、インサイダー取引の犯罪ほど足のつきやすい犯罪はないと言ってきたのですね。とにかく増資であるとか、いわゆるイベント的なものが会社に起こったら、すぐ取引所と監視委員会が一緒になって、その手口を全部調べる。そうすると、本

来なら出てこないブラインドになっているところも、誰がどう買ったか売ったかというのは全部出てくる。それを見れば、それを中心にして前後を見たら、これはおかしいとか、売って買っているとか、すぐにわかってしまう。だから、これぐらい足のつきやすい犯罪はないのだと言って、インサイダー取引なんかわからんと思っていたら、とんでもない話だと言っているわけですがけれども、そこイギリスの場合はどうなっているのか、こんなことはわかりませんわな。

○森本 1月に証券業協会の人が来られたときにそういうこともしていただく予定ですが、川本さん、インサイダー取引を取引所がどのようにチェックしているか、差し支えない範囲でお話し願えませんか。

○川本 大阪証券取引所の川本でございます。

私どもがインサイダー取引を調べるといって、証券会社に対し委託者の調査を直接行うということで、委託者のリストを出していただきます。それと、上場会社からは経緯報告書というのをとりまして、その中にどういう方の名前が挙げられているかを確認し、基本的にはその内容を突き合わせするというのがやり方でございます。そういう中で、例えば経緯報告書の中に名前は出てはこないのですがけれども、社員の方でやられている、そういう方も抽出しております。それから、社員の方の住所等も従業員名簿等で確認しますと、近接するところに住んでいる方とか、あるいは取引関係があるようなところに勤務されている方が売買されているようなところも、疑いがあるといいたいまいしょうか、インサイダー取引の可能性が払拭できないということで全部抽出しております。

最終的に立件するかどうか、あるいは課徴金の対象にするかどうかというところは証券取引等監視委員会が判断いたしますけれども、かなりの部分で網羅されているというのが審査の概要でございます。

○森本 ありがとうございます。

○河本 だから、普通は、金を渡すときには絶対銀行を通すなど。悪いことをするときには現ナマで渡せと、そうでないと必ず足がつかますからね。これに対してインサイダー取引ほど捕まりやすい犯罪はないんですね。

○森本 先ほど河本先生は刑事罰のことをおっしゃいましたがけれども、日本でも課徴金制度があります。日本の課徴金というのは、裁量が一切認められていないのですね。それは二重処罰等との関係で、当初は利益の吐き出しであるから二重処罰にならないという説明をしていたこととも関連して、非常に硬直的ですが、イギリスは非常に柔軟な、

先ほど龍田先生もおっしゃったように、公表でもいいし、お金も適当に判断できるわけですね。これはやはり文化の違いなのかなという感じもしますね。

河本先生、このコピーは配ってよろしいのですね。

(第59条条文(案)コピー配付)

○河本　　ちょっとつけ加えておきますと、置いてあった場所は59条、現行法の157条に該当する昔の57条の後ですね。だから、刑罰も当時としては3年と最も厳しいものだった。それを先にいいましたような経緯で形式犯にしましたから、罰則もたった6カ月ということにしたわけです。

○前田　　河本先生がおっしゃいましたように、現行法は、刑事罰を科す要件として見てもあまりに硬直的だと思います。そして仮に刑事罰との関係では、罪刑法定主義との関係で、こういう形式的な規制でやむを得ないとするにしても、少なくとも課徴金との関係では、平成16年改正のときに、要件の面で、刑事罰とは別の形で規定を設けることができたはずです。先ほど森本先生から効果の面での柔軟性についてお話がありましたけれども、要件の面でも、課徴金の対象となる取引の範囲を刑事罰の対象となる取引と同じにしてしまったがために、課徴金の制度の運用もまた形式的、硬直的になってしまっているのではないかと思います。

○森本　　黒沼さん、日本の刑事罰や課徴金の規定、要件、効果論の硬直性というのが話題になっていますが、何か一言ありますか。

○黒沼　　前田先生のおっしゃるとおりだと思います。イギリスで金融サービス・市場法と刑事司法法の二本立てになっているというのは、日本の課徴金の要件を組み換えることにとって、非常に示唆に富むと思います。

それから、河本先生がおっしゃった点について、私の感想を一言だけ述べさせていただきますと、日本で何か困ることがあるのかというと、理論的にはいろいろと不都合があります。しかし、日本のインサイダー取引は、比較的エンフォースメントがきちんと行われていて、実際に困ったという例は聞きません。

それから、形式犯であるがゆえに、本当は犯罪に当たらないような行為もインサイダーではひっかかってしまうという場合については、実際には、そもそも捜査に着手しないとか、起訴便宜主義がとられますので、そういうのが実際に処罰されることはないというのが現状だと思います。

ただ、一番困るのは、これは私の主観ですけども、体裁が悪いということ。国

際的に比較したときに、あまりにも、まず網が狭いということと網に穴があいているということが目立ちます。非常に細かく精緻な規定はできているけれども、穴がたくさんあいているということは、国際的に見て体裁が悪いと感じています。

○森本　ありがとうございました。私が悪いのですが、きょうのテーマはイギリス法です。できればイギリス法の質問をしていただければと思います。

5 刑事司法法の一般的抗弁

○黒沼　刑事司法法の一般抗弁の2つ目、レジュメの9ページの下のほうに書いてあるところですが、その取引が利益をもたらすと予想していなかったことを証明することで罪を免れることになる。これは結局、利益を得る目的ではなかったことを証明すれば罪を免れるというのに等しいと理解してよろしいでしょうか。

○北村　参考文献に挙げました川口先生ほかの「インサイダー取引規制の比較法研究」の中で、イギリス法は川濱昇先生が担当されていますが、この抗弁の一つの例としまして、価格を引き上げることが予想される情報なのに売却を行うように典型的に得になるはずのない取引は、インサイダー取引にならないということかもしれないと述べられております（民商法雑誌 125 巻4・5号 519 頁）。ただ、イギリスの参考文献にはそういうことは書いてありませんでした。

そうであれば、黒沼先生のおっしゃったように、これによって利益を得るつもりは全くなかったという証明をすることになるのだらうと思います。もっとも、そうすると第一の抗弁、すなわち内部情報があろうとなかろうと取引をしたという抗弁とどれだけ実質的に違うのか、よくわからないところです。

○黒沼　私も同じような例を思い浮かべていまして、少なくともそれは入るとは思うのです。ただ、その場合には、情報を知ったとしても行ったであろうという抗弁も成り立ちそうです。利益をもたらすと予想していなかった場合とは、それをもう少しはみ出る部分もこれに含まれるのではという印象は持っています。この場合の利益というのは、具体的に、反対売買をして利益を得たことを想定しているのでしょうか。それとも、値上がりすれば利益を得られると、そういう関係にあればいいということなのですかね。

○北村　これはよくわからないですね。「価格に影響を与える情報であるという事実に基づいて、利益をその取引がもたらすと予想していなかった」という文言ですが、

「価格に影響がある」ということは、価格が変わることにより利益を得ようと思えば得られるということになるはずですが、それが、そういう利益を取引がもたらすとは予想していなかったという、これはどこに意味があるのか。「取引」のところに意味があるのか、つまり、取引の性質上、利益はもたらされないということかもしれません。外国の解説書を見ても、これはやや奇妙な抗弁ですとしか書いていなくて、実際にこれが使われた例というのも見つけることができませんでした。想像はいろいろできますけれども、具体的に何なのかはよくわからないということです。

○黒沼 わかりました。確かにこの文言からすると、価格の変動によって自分の利益になる方向で価格が変動すると予想していた場合には、これには当たらないということになりそうですね。

○北村 そうですね。

○黒沼 私が思い浮かべたのは、売買目的ではなくて、長期保有目的で取得したのだから、最終的に利益が得られるとは予想していなかったというような抗弁がここに当てはまるかどうかということです。それはどうも、この文言から言うと、当てはまりそうもないですね。

○北村 それがオーケーだったら、かなり抗弁が認められる範囲が広くなりそうですが、そういうものではないように思います。

○黒沼 ありがとうございます。

6 「故意」の要件の持つ意味

○洲崎 イギリスの刑事司法法のルールだと、故意を立証しなければいけないから摘発がなかなか難しいという話が最初にあったと思いますが、日本の金商法でも、重要事実を知っていることは必要ですよ。しかし、英国法では、内部情報であることを知っていることが必要であると。その差がかなり大きいのかどうなのか。

内部情報であることを知っているということは、未公表であることを知っていて、かつ価格に重大な影響を及ぼすだろうということまで知っていなければいけないのだろうと思いますが、逆に言うと、公表されていると思っていた、あるいは重大な影響を及ぼさないと考えていたのであれば、内部情報であることを知っていたとは言えないので、故意がないということになってしまうのか。

つまり、英国法での故意の対象は日本法とはやはり違うということから、実質的に摘発のしやすさが違ってくるのかどうか。もし違うのだとすると、日本では、重要事実であることさえ知って売買すればインサイダー取引ということになるので、最初に河本先生が言われた違いというものもあるのかなという気がしたのですけれども。

○北村 規定の文言から受ける印象がかなり違うのは確かで、実質的にどこまでが違いなかが問題です。レジュメ6ページから7ページにかけて書かれている内部者の第一のカテゴリと第二のカテゴリは、日本の会社関係者と実質はあまり変わらないように思います。問題は、第三のカテゴリで、情報の立ち聞きでも内部情報をとにかく知っていれば該当するということになりますので、この場合には、故意の要件がかなり意味を持つことになるのでしょうか。

すなわち、イギリスでこの主観的要件が強調されるのは、第三のカテゴリがどこまでも広がらないようにするためです。一方、日本では、第三のカテゴリに当たるものが会社関係者からの直接の情報受領者しかなく、内部者になり得る者がかなり限定されているので、そういう場面での悪意と、内部者になり得る者が広く定められている場合にその範囲を限定する局面での悪意とは、やはりその要件に課されている目的が違うと思います。

7 「価格」と「価値」

○龍田 価格は価値を含むと言われますと、もっともらしいような気がしますけれども、もう少し説明はありませんでしょうか。

○北村 刑事司法法56条3項ですね。この規定には気が付いていたのですが、意味がわからなかったので報告から外したのですけれど。(笑)

○龍田 価格が変わらなくても価値が変わる、それはそう言われればそうかもしれないですが……。

○北村 参考文献として挙げたものにはとくに説明はないようでしたが、報告準備の段階では、対象となる証券にはデリバティブのようなものも含んでいますので、プライスだけですべてがカバーできないこともあるからだと漠然と考えていました。プライスはバリューを含むという規定があるのは刑事司法法の方ですが、刑事司法法の規制は市場での取引を対象にしているため、本来的に市場価格すなわちプライスのみで片付くはず

です。ただ、「証券を創出する契約」などが対象になると、プライスだけでカバーできないものが出てくるので、バリューを含むという規定を置いているのかなという印象は持ちましたが、あくまでも想像です。

8 「正確性」と実現可能性

○松尾 内部情報の定義は、刑事司法法ですと specific or precise, 金融サービス・市場法のほうでは precise が要件になっているということですが、この要件との関係で、内部情報を構成する事実の実現可能性の高い低いといったこと、日本で言うと村上ファンド事件で問題になったようなことが争われた例はないのでしょうか。どの程度実現可能性があれば precise と言えるのか、あるいは specific と言えるのかといったことが問題になった例はないのでしょうか。

○北村 実現可能性というのは、金融サービス・市場法の解釈について F S A が述べている要件の中に出てくる文言でしたか。

○松尾 例えば実現可能性がかなり低い段階でも precise と言えるのか、あるいは specific と言えるのか、そういうことが問題にはならないのでしょうかという趣旨ですが。

○北村 刑事司法法にいう「正確性」は「特定性」との対比で、情報が相対的に詳細であるかどうかの違いと理解されています。一方、金融サービス・市場法では、「正確性」は存在することの合理的可能性の意味だとされています。金融サービス・市場法の「正確性」は運用によって広くなったり狭くなったりしますが、こちらは、F S A の警告通知からはじまって、相手方の異議申立てを聴きながら制裁を決定してゆくというプロセスを想定していますので、とりあえず「正確性」を広く考えられるようにしているとの印象を持ちます。

○松尾 「正確性」の定義が金融サービス・市場法の方にはあって、レジユメの 13 ページに「情報が、存在するもしくは存在するようになると合理的に期待してもよい状況」とありますので、そのこととの関係で、実現可能性の高低が争われたような例はないのでしょうか。

○北村 実現可能性の高低が争われたケースはわかりませんね。F S A Handbook でもあまり解説がされていなかったと思います。金融サービス・市場法 118C 条 5 項の

文言からすると、実現可能性という点では、「合理的に期待してよい」というのは、緩やかに、その可能性がある程度あればいいというぐらいに考えてよさそうですね。

9 特定の産業分野に影響を及ぼす情報

○行澤 3ページの(2)特定の証券・発行者等に関する情報の中に、「特定の発行者(達)」とあるのは、原文で securities, issuers と複数形になっていることですね。そうすると、例えば政府職員が職務上得た情報に基づいて特定の会社の株式を売買したことによってインサイダー取引が問題になるケースでは、今問題になっているような特定の会社の債券に該当する。他方、一般的な経済見通しはもう特定の情報ではない。では、例えば特定の産業分野についてとか、あるいは一定の広がりでも経済的インパクトを持つような情報を職務上知り得た政府職員がそれを自己のインサイダー取引に利用した場合に、それは issuers という解釈との関係ではどういうふうに考えられるのでしょうか。

○北村 特定の産業分野に係る企業の発行する証券に影響する情報というのは、ある産業分野を自由化するとか、逆に規制強化するとか、たとえば航空機路線について今は2社しかないのを3社目を認可するとかといった話ですね。

○行澤 独占できていた市場を自由化ということなどはそうだと思うのですが、そこまででなくても、明らかにある一定の業界に影響を与える決定をする—例えば特定商取引法を改正して、それが一定の産業に明らかに影響を与える場合など—のケースでは、どうでしょうか。

○北村 どこから内部情報でなくなるかという問題もありますけれども、制定されれば特定の産業分野に属する企業の価値に影響するようなものであれば、法案の段階でも内部情報になりえないことはないと思います。

○行澤 わかりました。

10 「公表」の概念

○石田 13ページで公表の定義のことをおっしゃっていて、日本の公表の定義は比較的厳格につくられているというご指摘で、他方、イギリスの金融サービス・市場法11

8 C条では内部情報かどうかを総合考慮して判断するということですが、これは恐らく、企業側のほうでも、いつ開示するのかということで戸惑うようなことがあると思うのです。こういう点では、イギリスでは不都合が起きているのではないかと思われるのですが、その辺はいかがでしょうか。

○北村 まず、適時開示については、同じF S A handbookの中に、遅滞なく情報を開示することに関する指針が示されており、これとも関係しているのかなとは思いますが。ただ、インサイダー取引に関する「公表」につき、金融サービス・市場法ではなぜ柔軟になっているのか。刑事司法法は、逆に硬直的であり、情報が知れ渡るのではなくて、ある瞬間に「公表」とされます。それがイギリスでも批判されているようです。イギリスで刑事司法法ができたときになぜこのようにしたかという点、情報格差というものに対して、本来法は関知しないけれども、それが詐欺的な場合だけ対処するという点で、情報が出ればその瞬間に法は対処しなくなるという考えに基づくようです。例えば、刑事司法法 52 条 2 項 (b) に公衆縦覧というのがありますけれども、参考文献によると、カンパニーズ・ハウスに登録されたら、それで公衆縦覧だという例が挙げられていました。そういう形式的なやり方に対する批判があるのを受けて、恐らく F S A はかなり柔軟に考えるようになったのだと思います。

1 1 法人への制裁

○森本 刑事罰では、person でなく individual であり、法人は処罰されない。これに対して、課徴金の場合には person になって法人にも制裁が科せられると。イギリスは伝統的に法人の刑事罰はなかったのではないかと思うのですが、そういうことがメインの理由ではなしに、5 ページの理由もよくわからないけれども、こういう理由で individual になっているということですね。課徴金にこういう弊害は起こらないのですか。そこら辺の両者の比較について教えていただきたいと思いますが。

○北村 刑事罰は法人を対象とせず、課徴金も個人ベースが基本ですが、法人にも課した例があるようです。行政罰について、見せしめのために公表するというのも一つのやり方ということも考えれば、対象を個人に限定するよりも、法人も含めたほうが、抑止効果としては有効な場合があるのかなと思います。それで individual という言葉を使わなかったのかもしれませんが。

○森本 刑事罰について individual となると、会社が組織的に内部者取引をしたとしても、関与した取締役というか、会社関係者にのみ罰金とか自由刑が科せられるわけですね。その個人に支払うべきお金がない場合でも、会社だったらたくさんの罰金を取れるような気がします。だから課徴金のほうでするのかと思ったのですが、課徴金も会社を念頭に置いてないとなると、それで過不足がないのかと思わないでもないのですが。だから、やっぱり法人に刑罰を科すことをしないという伝統がまだあるのかなと思ったわけですけども、明確にこういう説明がなされているのですね。

○北村 刑事司法法についてはそうですね。

○森本 わかりました。ありがとうございます。

1 2 刑事司法法と金融サービス・市場法の規制の趣旨と適用範囲

○伊藤 2 ページの刑事司法法のご説明で、刑事司法法のほうは基本的には相対取引は規制の対象外にしている、その理由は、この規制の趣旨が証券市場に対する信頼の確保にあることからであるという説明がまずされていました。他方で、14 ページを見ますと、金融サービス・市場法のほうでは、相対取引も規制に含まれるということになっています。この違いはどこから来るのかということをもっと伺いたいと思います。規制の趣旨が違うとは理解されていないでしょうから、この違いはまた別の理由から来ると思うのですが。

ほかにも適用範囲が違うものがある、例えば12 ページには、金融サービス・市場法のほうだけ、犯罪行為によって入手したのも内部者に含むということになっています。こういった適用範囲の違いはどのように説明されているのかに興味があるのですが。

○北村 そういった点についてイギリスの解説書にあまり説明がないのが問題なのですが。(笑)

まず、最初におっしゃった2 ページと14 ページの違いですが、2 ページのほうは、明確に職業的仲介者を介した場合を除けば相対取引を含まないことが、規定から導けるわけですね。ところが、金融サービス・市場法に関する14 ページの「含まれると考えられる」という記載は、私がそのように思うからそう書いたのですが、解説書に明確に述べられていたわけではありません。ただ、刑事司法法は、基本的に市場取引を対象に

すると述べられ、金融サービス・市場法ではそのような説明がされておらず、規定からも限定がないので、そのような結論を導くのは間違いではないと考えています。

次に、刑事司法法と金融サービス・市場法の適用範囲の違いですけれども、刑事司法法が先に制定され、いろいろ問題点も指摘されてきたところ、その不足部分を、刑事司法法の改正ではなくて、金融サービス・市場法のほうで埋め合わせたという面があります。つまり、規制の重点を行政のほうにシフトさせるということで、両者の違いに合理的な説明は必ずしもできないという印象を持ちます。

○伊藤 犯罪行為によって入手した場合は、前回のアメリカ法では範囲に入っていなかったかのですけれども、その辺がインサイダー取引の規制根拠との関係で興味があるところです。規制の根拠というのは、証券市場に対する信頼の確保という抽象的なレベルでしか語られていないということでもいいでしょうか、イギリスの場合は。

○北村 はい。

○伊藤 わかりました。

○黒沼 イギリスの規制の趣旨を日本人が議論しても意味がないかもしれませんが、刑事司法法のインサイダー取引の禁止の趣旨は、市場に対する投資家の信頼の保護だと思います。それが、金融サービス・市場法のほうはかなり適用が広がってしまっていて、これを見る限りは、要するに情報の不正利用の禁止ということ自体が規制の趣旨になっているように読めますね。証券の価格に影響を与えるような情報で賭けをすることまで規制しているわけですから、やはり規制の趣旨というのは少し違っているのではないかという感触を持ちました。

1 3 推奨行為と内部情報に基づく取引

○船津 2点ほどお聞きしたいのですが、まず1点目は、伊藤先生のお話とちょっと関係するのかもしれないのですが、9ページの推奨行為のところですか。これは刑事罰のお話だったかと思うのですが、推奨行為については、他人が取引したことは要件ではない、それから、推奨されたことを認識していたかどうかは問わないということになっていますが、一体何を保護するために、こういう形で推奨行為を認識していたかどうかは問わないけれども処罰するというふうになっているのかなと。市場の公正性ということだけを考えれば、そもそも取引をしないことは明らかなのだから、言ってみれば不能犯的な

ものになるのではないかというような気がしています。それがまず第1点です。

それから第2点目が、金融サービス・市場法の13ページのところで、ひょっとしたらご説明があったのかもしれませんが、内部情報であることを知っていることは要件ではなくて、内部情報に基づいて取引すればいいというふうになっています。その知っていたことと、基づいていたということの違いがどこまで明確なのか。これは難しいことだと思うのですが、(e)のところに関しては、知りまたは「知っている」とみなすのが合理的である」ということが要件とされています。(e)の場合はそうだけれども、それ以外の部分についてはそういうことは要件ではないということになるかもしれないですが、仮に、「基づき」というのが事実上「みなすのが合理的である」ということと同義であるとすれば、行政罰については過失あるいは重過失のレベルでの処罰というか制裁をしているのだというふうにも理解できるのかなと思ったのですが、その「基づいて」という意味を教えてくださいと思います。

○北村　　まず、9ページの推奨行為ですけれども、保護法益は、さきほど伊藤先生がおっしゃったように、市場の公正さを確保するということです。つまり、取引、推奨、伝達が市場の公正さを害するというわけです。実際の相手方が取引をしたかどうかというのは、推奨した後に行われることなので、推奨行為というのはそこで完結しているわけですね。だから、たまたま相手が取引をしなくても、そこでもう市場を害する行為になったのだらうという理解だと思います。しかも、推奨された他人がその旨を認識したかどうかとも問いません。もし認識したかどうかを問うとすれば、推奨されたと思ったかどうか争点になり、構成要件該当性がややこしくなるため、それは要件にしないということではないかと思います。

次に、「基づいて」と「知っていた」の違いです。「知っていた」というのは、内部情報であることを知っていたということです。「基づいて」というのは、内部情報かどうかわからないけれども、ある情報に基づいて、つまり情報があったから取引をしたということです。だから、「基づいて」やったけれども、知っていなかったというのは、何となく重要そうな情報だけれども、内部情報に当たるかどうかまでは明確には知らなかったということではないですか。

○船津　　その場合に、やはり内部情報であることを知っていたというところが、まさに証明が難しいと。「基づいて」と「知っていた」ということの証明の違いというのはやはり大きいということになるのでしょうか。

○北村 実際どうなのでしょうね。(笑)私も報告しながら、こんな細かいことをイギリスではあまり考えていないのではないかと思うようになりましたけれども、一応2つの法律の規定の文言が異なるので、ここは違うのだとしか言いようがないですね。

○船津 ありがとうございます。

1 4 原状回復命令

○伊藤 17ページに、インサイダー取引の場合のサンクションとして原状回復命令というのが書かれていまして、これは規定の場所からして、市場阻害行為一般についてのサンクションなのだろうと思うのですが、インサイダー取引については実際に使われているのでしょうか。使われているとしたら、どれくらい使われているのでしょうか。

○北村 参考文献には実例が載っていませんでした。おっしゃるように、原状回復命令等は market abuse 全部について適用されますので、インサイダー取引にも使えます。金融サービス・市場法の場合相対取引も対象になり、その場合被害者が特定されるので、この救済が合理的であるとも考えられますね。

○伊藤 1対1対応の損害賠償ではないのでしょうかけれども、これは私法上の救済なのでしょうね。ネーミングからして、不当利得だとかエクイティ上の救済と関係があるのかなとも思いました。ただ、これはインサイダー取引については使われていないというふうに理解しておけばいいということですかね。

○北村 そうでしょうね。使えるけれども使われていないということです。

1 5 金利の操作と内部情報

○岸田 本題と直接関係はありませんが、最近の新しい情報を教えてほしいのです。「特定の証券・発行者等」には、金利の上下は直接には関係ないとおっしゃったのですが、2012年7月頃に、LIBOR、ロンドンの銀行間取引の利率を操作して大変なスキandalになって、イングランド銀行の総裁がかわることになったのですが、その金利を知っていたという場合に、金利を知っていれば、株の上下に関係あると思うのですが、この事件でインサイダーで捕まったとか、何かそういうことの情報を

もしご存じだったら教えてほしいのですが。

- 北村 その事件についてはよく存じておりません。本日も報告いたしましたように、金利の上げ下げの決定は内部情報に含まれます。
- 岸田 操作しておれば、当然なり得ると思うのですけれども。
- 行澤 それは国債との関係でということじゃないですか。
- 北村 金利の上げ下げは企業全体に関連しますが、特定の証券との関係では、国債にとって内部情報になります。
- 岸田 ロンドンの銀行間取引の金利だから、すべて、日本の取引も外国との取引も全部関係しているので、インサイダーに関係あるのではないかと思ったわけです。
- 行澤 要するに、金利の上げ下げはすべての株に影響しますが、それとの関係ですべての株式が特定の証券に当たるということはない、ということですね。
- 岸田 操作するほうは知っているわけですね、金利が上がるか下がるかということ。だから、その場合に、それをもとに取引をやろうと思ったらできるし、実際にたくさんの銀行が摘発されたので、ご存じだったら教えていただこうと思ったわけです。

1 6 取締役であることにより得た内部情報の意味

- 河本 6ページの、第一のカテゴリは証券発行者の取締役であること云々というところですが、最近日本でも、M&Aで例えば銀行なんかは相談に来たと。その場合に、AとBのM&Aであっても、A社が銀行の取引先だから、そこから相談が来るわけです。そのときに、Bもこう言うておりますというのが必ずついてくるわけですよ。それでその場合に、一体、銀行のほうに言わせたら、私どもはB社の情報もこれで知ったことになるのですかと。最近のものすごく神経質になっていますから、そういうことを聞いてくるのだけれども、イギリスの解釈では、B社についても重要情報を知ったことになるのですね。

その情報が、57条のインサイダー取引の定義のところの2項ですか、A会社ばかりでなく、B会社の証券についても内部者となるというのは、この条文から出てくるのですね。

- 北村 はい。57条2項は、ある会社の取締役という立場にあることから内部情報を有しているということを規定しており、情報を、その者が取締役である会社に関するも

のに限定していません。すなわち、ここでいう取締役は、発行者の取締役である必要はないということになります。

○河本 結論から言っても、そのときに聞いた銀行の人間が、A社の株にもB社の株にも手をつけたらいかんという答えはいいと思うんですね。ところが、日本では、そのとおりいかないですね。つまり、B社の業務執行機関、決定機関が決定したというそこまでも聞いてないとかね。だから、そのところを厳密に、B社の話はうわさにすぎんというような解釈はできませんかとか、（笑）いろいろと難題を持ち込んでくるわけです。きょう、これを拝見していて、イギリスはそのところは非常に割り切っておるのですな、あわせて一本みたいなことで。

○北村 今先生のおっしゃった銀行は、M&Aのアドバイスを求められた場合ですから7ページの第二のカテゴリに入るとはと思いますが、考え方は同じです。

1.7 規制の柔軟化への課題

○森本 そろそろ時間になりますが、あと何かご質問はございますでしょうか。

○山下 感想だけですが、先ほどの違法な内部者取引の構成要件の定め方についての日英比較に関してですが、最近、著作権法の今年の改正の話を聞いていまして、フェアユースという、要するに著作権の侵害にならない事由を、アメリカではかなり柔軟な概念の下に認めているらしいので、日本もそういうことをやろうとして、審議会レベルではかなり柔軟な規定を設けることで意見が合致しそうになったということですが、最後に内閣法制局がやはり刑事罰との関係でいろいろ問題点を指摘して、全部ひっくり返し、非常に断片的な例外規定しか設けられなかったということで、審議会の関係者は大変憤っておりましたが、インサイダー取引規制の導入のころと同じようなことが相変わらず日本では行われているのかなということで、イギリス流の改正というのは難しそうだなという印象を改めて持ったところです。

○森本 活発なご議論、ありがとうございました。時間も参りましたので、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。

なお、次回の研究会についてお知らせいたします。来月21日（金曜日）に船津先生からドイツ、EUの内部者取引規制についてご報告いただく予定です。また、以前にも連絡があったと思いますが、当日は研究会終了後に懇親会も予定していただいています。

ぜひご出席いただきたいと思います。